

定量测算成本回落对啤酒行业的利润贡献

——食品饮料行业周报



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

每周一谈 定量测算成本回落对啤酒行业的利润贡献

本次报告我们将着重对原材料价格的回落及其对啤酒行业的影响做定量分析。啤酒成本的核心变量为包材与大麦麦芽，我们判断啤酒行业的包材/大麦分别构成了其成本的约5成/1成，为两大最核心的成本变量。

大麦:我们预测 23 年全球大麦产量同比+5%，全球大麦价格-3%，中国大麦进口价回落 2.4%。我们判断：因为大麦价格小幅回落，啤酒成本不会有上行压力，乐观假设下，受益于大麦价格回落，预计啤酒行业成本降低 0.24%左右。

包材:主要权重项悉数回落，利好成本下行。

玻璃:预计帮助啤酒行业降低成本约 1.4%。玻璃的价格主要跟随玻璃价格走势。由于玻璃产品同质化较为严重，尤其是普通玻璃工艺成熟，壁垒偏低，因此其价格主要受下游需求影响。由于普通玻璃的下游主要为建筑建材、家具家电等地产后周期产业链，当前并没有处在景气周期，玻璃行业的需求仍然受到一定的抑制。参考玻璃制品制造业 PPI 水平，我们预估全年玻璃价格或有中高个位数的回落，对应将利于啤酒行业成本降低 1.4%左右。

铝罐:预计帮助啤酒行业成本降低 1.8%左右。从铝价格指数来看，20 年起铝价开始明显抬升，对应啤酒行业包材成本上行，在 22H1 达到顶峰，并在 22 年中开始回落，至最新统计日（4 月 7 日）铝价同比-15.2%，虽仍在高位，但同比已有显著回调。铝的价格受上游电解铝产业供给波动影响较大，因其属于高污染行业，受到政策制约。因此，尽管当前铝价已经出现明显回调，但在展望 23 全年时，我们仍持有相对谨慎的预期，预测全年铝价同比仅高个位数回调。据此，预测啤酒行业成本受益于此，回落 1.8%。

瓦楞纸:预计拉升啤酒行业成本约 0.15%。22 年以来，瓦楞纸价格整体上有所回调，但 23 年开年以来同比尚有微增。我们预测瓦楞纸价格在 23 年中低个位数增长，对应拉高啤酒行业成本 0.15%，影响较小。

综上，我们推算：以行业平均毛利率 40%计算，23 年啤酒行业毛利率将提升 1.96pct。

市场回顾

本周，食品饮料指数涨跌幅-1.91%，在申万 31 个行业中排名第 29，跑输沪深 300 指数 3.69pct。各子行业中保健品（3.88%）、其他酒类（0.75%）、肉制品（0.27%）表现相对较好。

◆ 个股涨幅前 5 名：汤臣倍健（+7.78%）、华统股份（+6.87%）、顺鑫农业（+6.39%）、百润股份（+3.06%）、洽洽食品（+2.60%）等涨幅居前。

投资策略

建议关注：1.建议选择业绩确定性较强，或估值合理偏低的公司，如贵州茅台、五粮液、伊利股份。2.建议关注 23 年受益于多重利好的啤酒行业。3.建议关注麦芽行业 23 年成本变化及业绩释放。

风险提示

食品质量及食品安全风险、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

评级

增持（维持）

2023 年 04 月 09 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

17621838100

行业基本资料

股票家数	119
行业平均市盈率	36.84
市场平均市盈率	24.43

注：行业平均市盈率采用申万食品饮料市盈率，市场平均市盈率采用中证 500 指数市盈率

行业表现走势图



资料来源：ifind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《食品饮料行业研究周报：再次提示啤酒板块投资价值》2023-04-03
- 2、《食品饮料行业研究周报：珍酒李渡通过港交所聆讯》2023-03-27
- 3、《食品饮料行业研究周报：关注重啤在福建区域的渠道改革》2023-03-20

内容目录

1. 市场回顾.....	3
2. 重点指标跟踪	7
3. 板块估值.....	11
4. 行业动态.....	12
5. 每周一谈：定量测算成本回落对啤酒行业的利润贡献	14
6. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：申万一级行业本周涨跌幅	3
图 2：申万一级行业本月涨跌幅	3
图 3：申万一级行业年初至今涨跌幅	4
图 4：食品饮料子行业本周涨跌幅.....	4
图 5：食品饮料子行业本月涨跌幅.....	5
图 6：食品饮料子行业年初至今涨跌幅.....	5
图 7：食品饮料行业本周涨幅前 10 名	5
图 8：食品饮料行业本周跌幅前 10 名	5
图 9：食品饮料行业本月涨幅前 10 名	5
图 10：食品饮料行业年初至今涨幅前 10 名	5
图 11：2 月白酒价格继续增长	7
图 12：高低档白酒价格趋势初现分化	7
图 13：2 月啤酒价格继续增长	7
图 14：淡季挺价策略延续	7
图 15：红酒均价情况	8
图 16：红酒均价同比增速情况	8
图 17：白酒批价情况	8
图 18：白酒批价同比增速情况	8
图 19：玻璃价格情况	9
图 20：大麦进口价格情况	9
图 21：瓦楞纸价格	9
图 22：国内市场价：PET（水瓶级）：仪征石化.....	9
图 23：生猪及猪肉价格.....	10
图 24：玉米及豆粕价格.....	10
图 25：生猪与玉米价格增长率对比.....	10
图 26：生猪与豆粕价格增长率对比.....	10
图 27：生鲜乳价格情况.....	10
图 28：婴配粉价格情况.....	10
图 29：白酒估值情况	11
图 30：非白酒估值情况.....	11
图 31：饮料乳品估值情况	11
图 32：休闲食品估值情况	11
图 33：食品加工业估值情况.....	12
图 34：调味发酵品估值情况.....	12
图 35：材料成本是啤酒主要成本项	14
图 36：大麦价格处于高位即将回落.....	15
图 37：大麦芽现货价格已经显著回落.....	16
图 38：大麦产量和价格的历史变化趋势及预测	16
图 39：国内玻璃价格同比回落	17
图 40：国内铝价格显著回调.....	17
图 41：国内瓦楞纸价格同比微增	18
表 1：食品饮料行业部分公司沪（深）股通持股占自由流通股比例变化.....	6
表 2：食品饮料各版块估值情况	11
表 3：行业毛利率变化推算过程	18

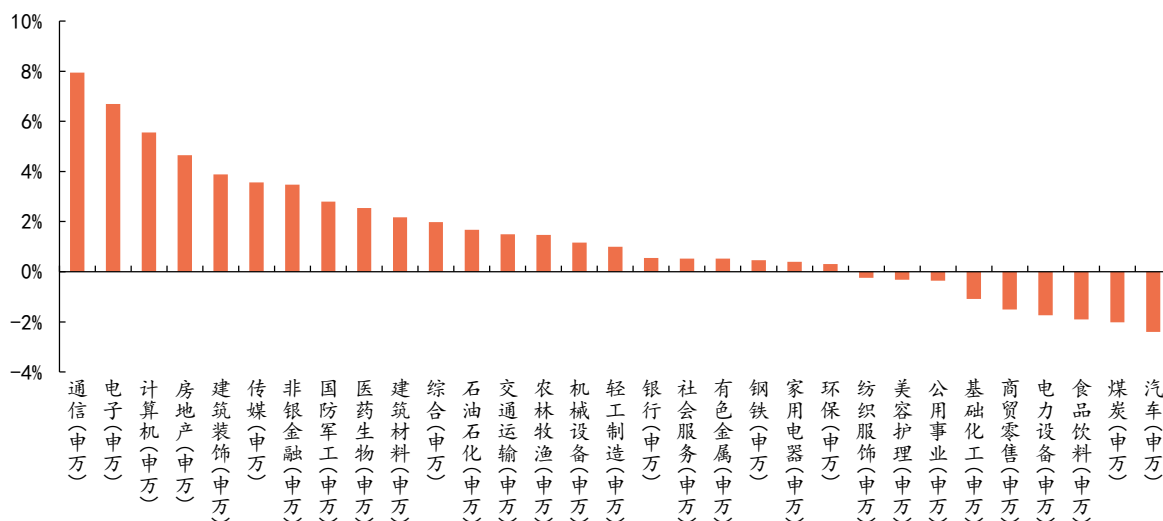
1. 市场回顾

本周，食品饮料指数涨跌幅-1.91%，在申万 31 个行业中排名第 29，跑输沪深 300 指数 3.69pct。

本月以来，食品饮料涨跌幅-1.91%，在申万行业中排名第 19，跑输沪深 300 指数 3.69pct。

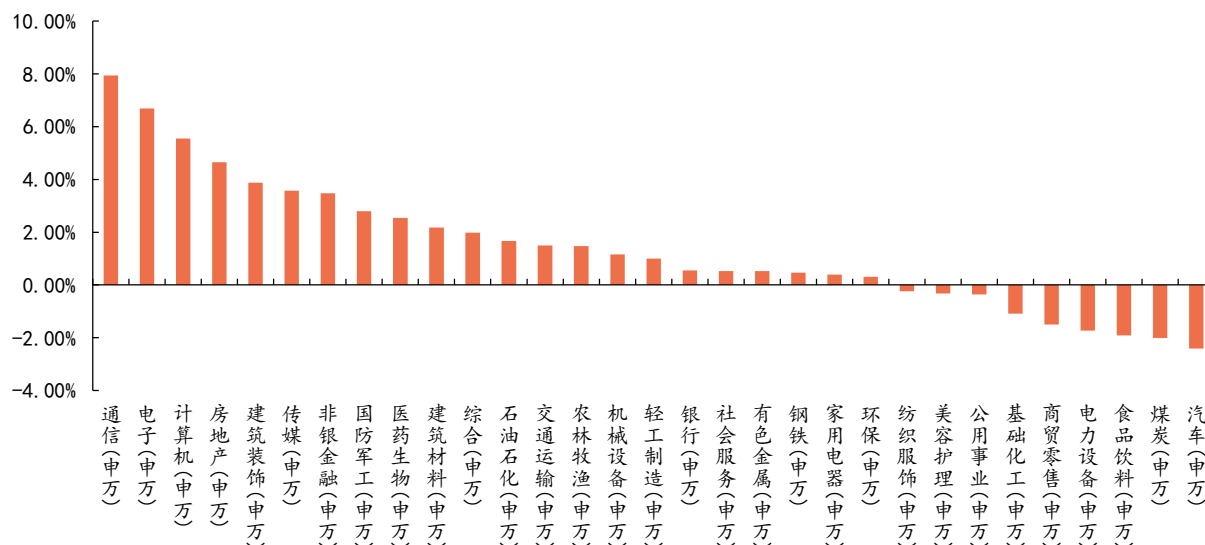
年初至今，食品饮料指数涨跌幅 2.42%，在申万行业中排名第 20，跑输沪深 300 指数 4.08pct。

图1：申万一级行业本周涨跌幅



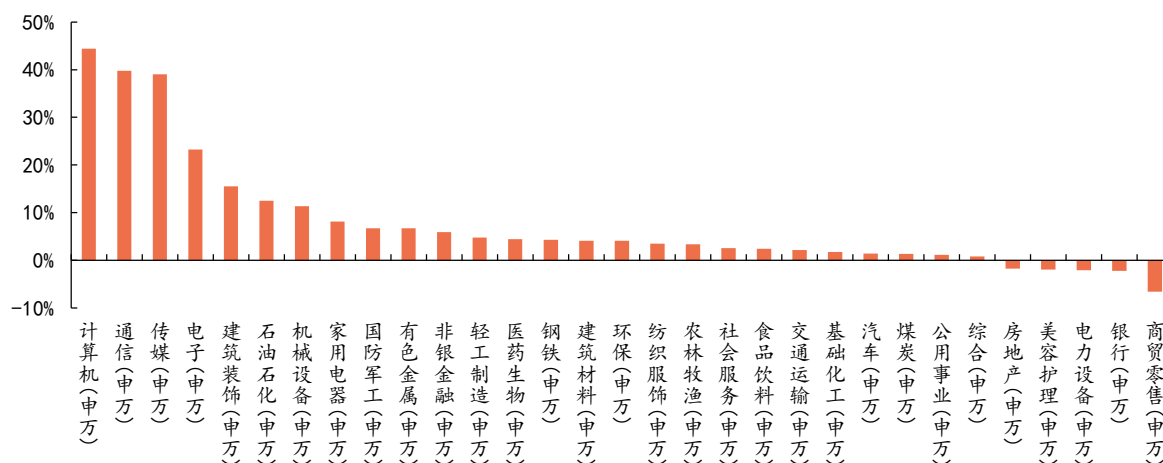
资料来源：Ifind，申港证券研究所

图2：申万一级行业本月涨跌幅



资料来源：Ifind，申港证券研究所

图3：申万一级行业年初至今涨跌幅



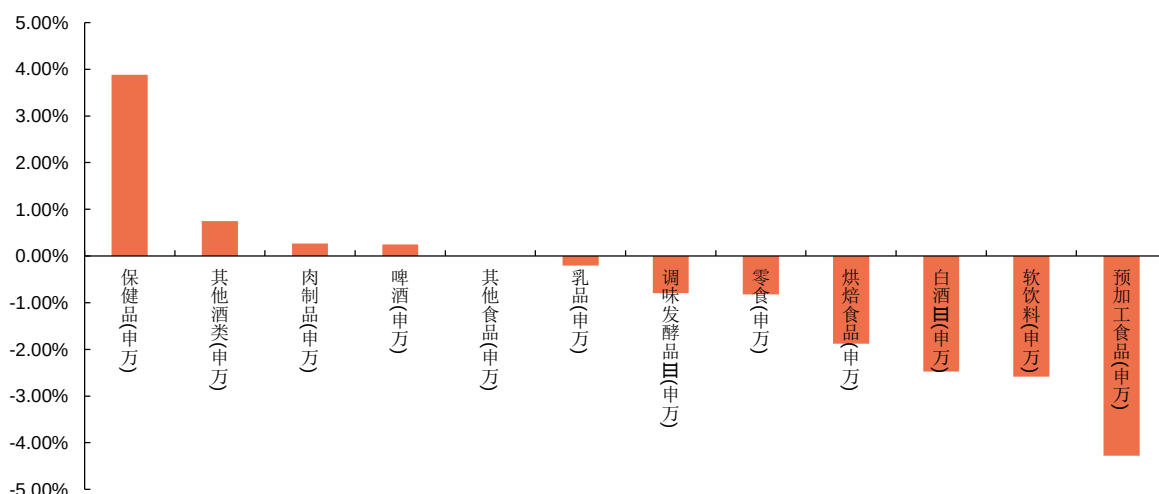
资料来源：Iifind，申港证券研究所

本周，食品饮料各子行业中保健品（3.88%）、其他酒类（0.75%）、肉制品（0.27%）表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数 2.09pct、-1.04pct、-1.52pct。

本月以来，食品饮料各子行业中保健品（3.88%）、其他酒类（0.75%）、肉制品（0.27%）表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数 2.09pct、-1.04pct、-1.52pct。

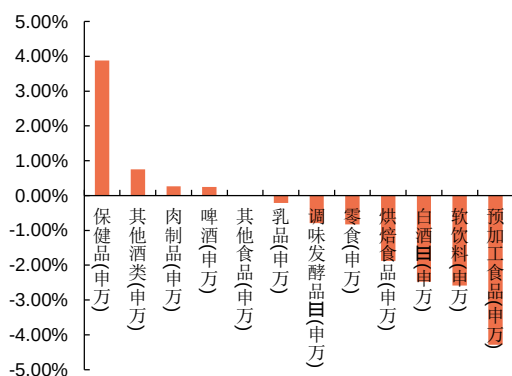
年初至今，食品饮料各子行业中啤酒（+10.40%）、白酒Ⅲ（+4.60%）、其他酒类（+4.49%）表现相对较好。分别跑赢沪深 300 指数 3.90pct、-1.90pct、-2.01pct。

图4：食品饮料子行业本周涨跌幅

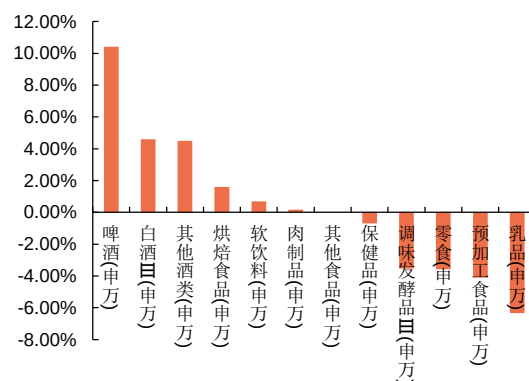


资料来源：Iifind，申港证券研究所

注：“其他食品（申万）”类暂无上市公司，因此不计入统计，下同。

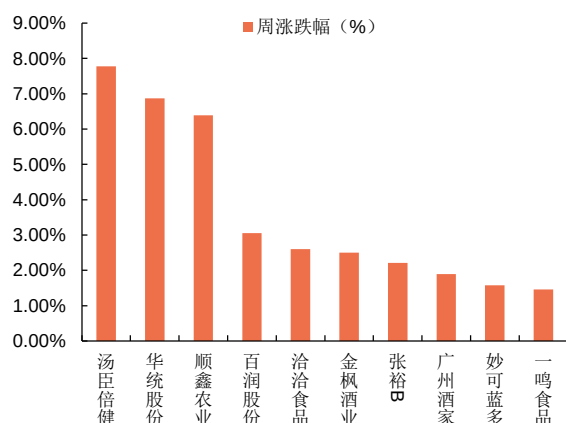
图5：食品饮料子行业本月涨跌幅


资料来源：Ifind，申港证券研究所

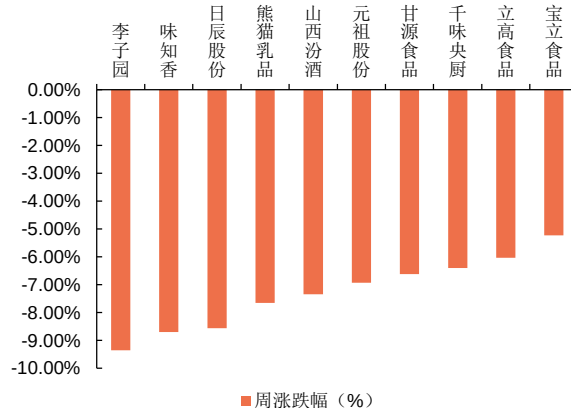
图6：食品饮料子行业年初至今涨跌幅


资料来源：Ifind，申港证券研究所

个股方面，本周汤臣倍健（+7.78%）、华统股份（+6.87%）、顺鑫农业（+6.39%）、百润股份（+3.06%）、洽洽食品（+2.60%）等涨幅居前。

图7：食品饮料行业本周涨幅前 10 名


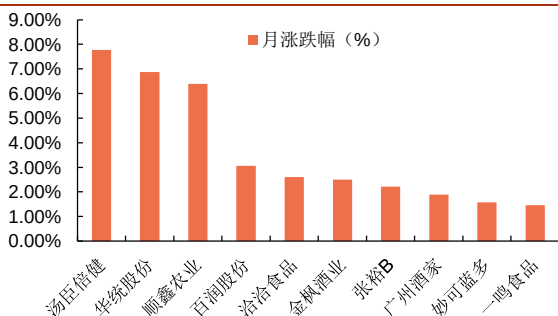
资料来源：Ifind，申港证券研究所

图8：食品饮料行业本周跌幅前 10 名


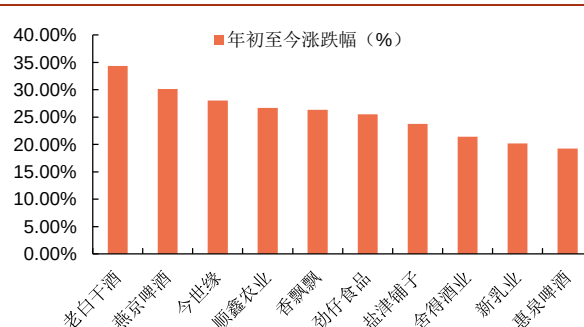
资料来源：Ifind，申港证券研究所

本月以来，汤臣倍健（+7.78%）、华统股份（+6.87%）、顺鑫农业（+6.39%）、百润股份（+3.06%）、洽洽食品（+2.60%）涨幅居前。

年初至今，老白干酒（+34.36%）、燕京啤酒（+30.13%）、今世缘（+28.00%）、顺鑫农业（+26.66%）、香飘飘（+26.33%）涨幅居前。

图9：食品饮料行业本月涨幅前 10 名


资料来源：Ifind，申港证券研究所

图10：食品饮料行业年初至今涨幅前 10 名


资料来源：Ifind，申港证券研究所

本周北上资金增持个股主要为宝立食品(+0.33pct)、华统股份(+0.25pct)、千禾味业(+0.22pct)、安井食品(+0.21pct)、仙乐健康(+0.17pct)。本周北上资金减持个股主要为味知香(-0.91pct)、老白干酒(-0.34pct)、李子园(-0.27pct)、安琪酵母(-0.24pct)、青岛啤酒(-0.16pct)。

(括号内为沪(深)股通持股占自由流通股比例较前一周增减的百分点幅度)

表1: 食品饮料行业部分公司沪(深)股通持股占自由流通股比例变化

证券代码	证券简称	本周末	上周末	本 周 变 动 (PCT)
603170.SH	宝立食品	0.8500	0.5200	0.33
002840.SZ	华统股份	0.7000	0.4500	0.25
603027.SH	千禾味业	6.0400	5.8200	0.22
603345.SH	安井食品	6.4300	6.2200	0.21
002216.SZ	三全食品	1.7200	1.6000	0.12
000729.SZ	燕京啤酒	3.9200	3.8100	0.11
000799.SZ	酒鬼酒	3.4500	3.3600	0.09
002946.SZ	新乳业	0.7800	0.6900	0.09
603517.SH	绝味食品	3.7000	3.6200	0.08
002847.SZ	盐津铺子	2.7300	2.6700	0.06
603589.SH	口子窖	2.9300	2.8700	0.06
603156.SH	养元饮品	0.2900	0.2400	0.05
603288.SH	海天味业	7.2200	7.1700	0.05
000858.SZ	五粮液	6.8200	6.7800	0.04
600809.SH	山西汾酒	3.2400	3.2000	0.04
600887.SH	伊利股份	16.6000	16.5800	0.02
000568.SZ	泸州老窖	3.9700	3.9500	0.02
000869.SZ	张裕 A	1.0700	1.0500	0.02
300146.SZ	汤臣倍健	5.9600	5.9400	0.02
603719.SH	良品铺子	0.1400	0.1300	0.01
600597.SH	光明乳业	1.0600	1.0500	0.01
002626.SZ	金达威	0.5600	0.5600	0.00
002304.SZ	洋河股份	3.0800	3.0800	0.00
002568.SZ	百润股份	2.9100	2.9100	0.00
600305.SH	恒顺醋业	0.5300	0.5300	0.00
603057.SH	紫燕食品	0.0000	0.0000	0.00
600519.SH	贵州茅台	7.2600	7.2600	0.00
600197.SH	伊力特	0.4500	0.4600	-0.01
000895.SZ	双汇发展	3.4000	3.4100	-0.01
002557.SZ	洽洽食品	20.0000	20.0100	-0.01
000860.SZ	顺鑫农业	2.1500	2.1700	-0.02
002507.SZ	涪陵榨菜	7.6800	7.7000	-0.02
600872.SH	中炬高新	4.5900	4.6200	-0.03
603198.SH	迎驾贡酒	1.3600	1.4000	-0.04
603369.SH	今世缘	3.0100	3.0500	-0.04
600199.SH	金种子酒	0.2000	0.2500	-0.05
603919.SH	金徽酒	0.6900	0.7400	-0.05
002461.SZ	珠江啤酒	1.0200	1.0700	-0.05
603043.SH	广州酒家	3.2800	3.3400	-0.06
600779.SH	水井坊	6.3400	6.4000	-0.06
603866.SH	桃李面包	8.3300	8.3900	-0.06
600882.SH	妙可蓝多	0.2800	0.3500	-0.07
600132.SH	重庆啤酒	9.3200	9.4000	-0.08
000596.SZ	古井贡酒	2.0000	2.0800	-0.08
605499.SH	东鹏饮料	8.1700	8.2600	-0.09
603317.SH	天味食品	2.4100	2.5100	-0.10
600702.SH	舍得酒业	1.0700	1.2200	-0.15
300973.SZ	立高食品	0.6200	0.7800	-0.16

证券代码	证券简称	本周末	上周末	本周变动 (PCT)
600600.SH	青岛啤酒	3.4000	3.5600	-0.16
600298.SH	安琪酵母	5.5600	5.8000	-0.24
600559.SH	老白干酒	2.2000	2.5400	-0.34

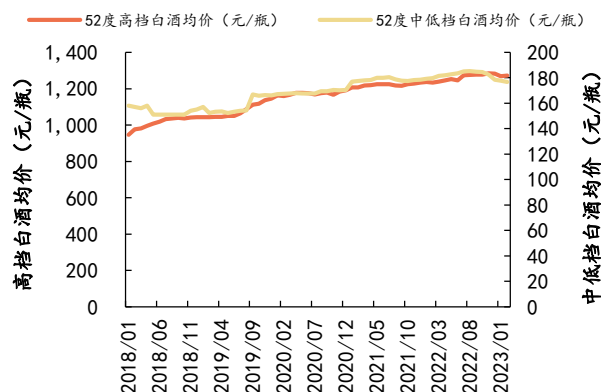
资料来源: ifind, 申港证券研究所

注: 上表非食品饮料行业全部上市公司, 仅统计市值较高的部分公司。

2. 重点指标跟踪

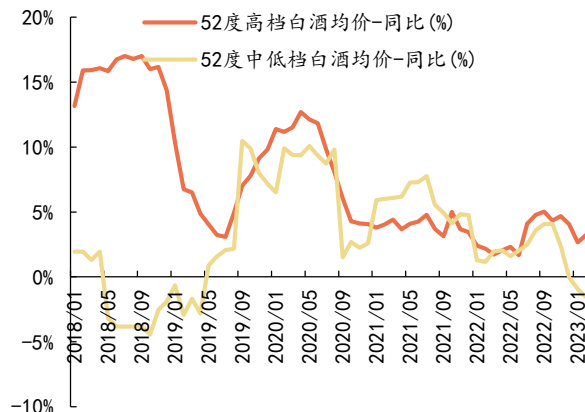
2月高档白酒价格继续上涨。36城高档白酒均价同比增3.2%至1272.44元, 持续维持上涨势头, 环比较1月(均价1269元)小幅增长。中低档白酒均价同比降1.6%至176.83元。高低档白酒走势初现分化。2018年1月以来, 高档白酒均价的每月均维持同比增长, 仅增速有所变化; 而中低档白酒在23年1月出现均价同比下降, 并在2月维持价格下滑, 打破了2019年1季度以来均价持续增长的势头。

图11: 2月白酒价格继续增长



资料来源: ifind, 申港证券研究所

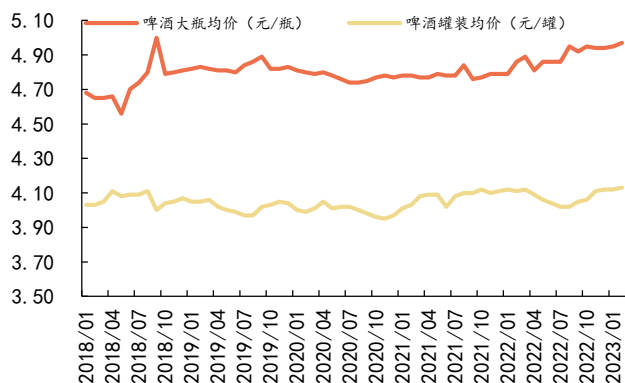
图12: 高低档白酒价格趋势初现分化



资料来源: ifind, 申港证券研究所

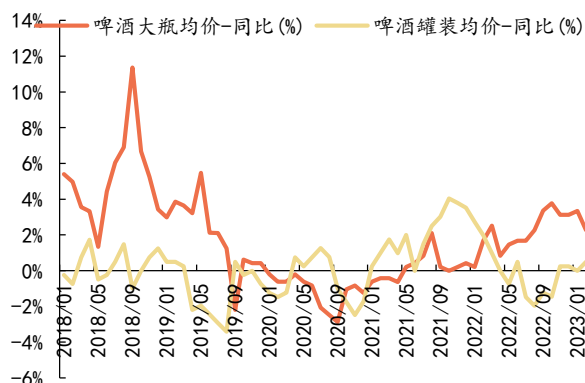
2月啤酒价格延续增长, 淡季挺价策略延续。2月份36城瓶装啤酒均价同比增2.3%至4.97元, 罐装啤酒均价增0.5%至4.13元, 均显著高于22年夏季旺季时的价格, 行业继续维持淡季挺价策略。自22年3月以来, 瓶装啤酒的销售均价增速持续超过罐装啤酒。

图13: 2月啤酒价格继续增长



资料来源: ifind, 申港证券研究所

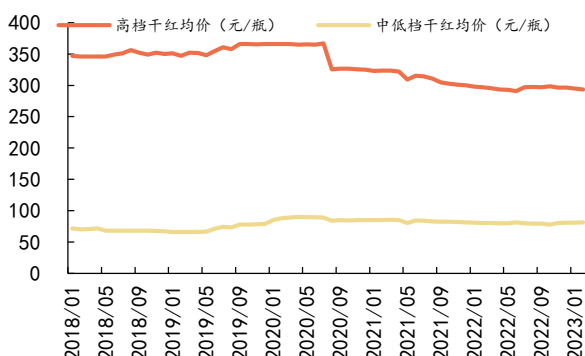
图14: 淡季挺价策略延续



资料来源: ifind, 申港证券研究所

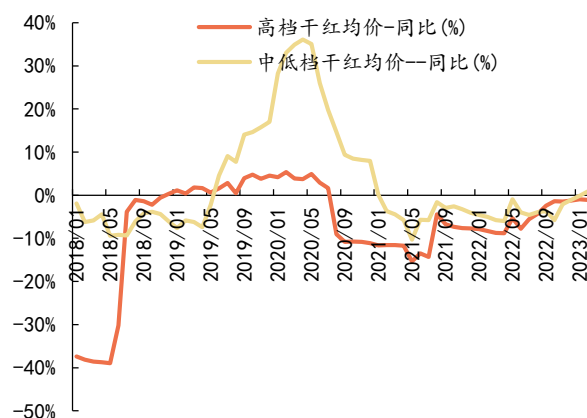
高档红酒价格跌势延续，中低档红酒价格企稳。2月份36城高档红酒均价下滑1.1%至293.5元，延续了20年8月以来的跌幅；中低档红酒均价小幅回升0.9%至81.2元，价格增速自21年2月以来首次由负转正。

图15：红酒均价情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

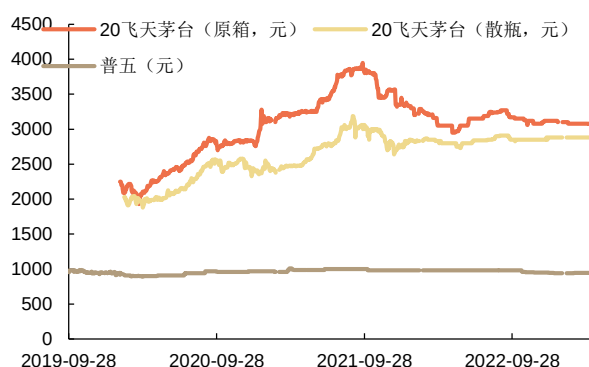
图16：红酒均价同比增速情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

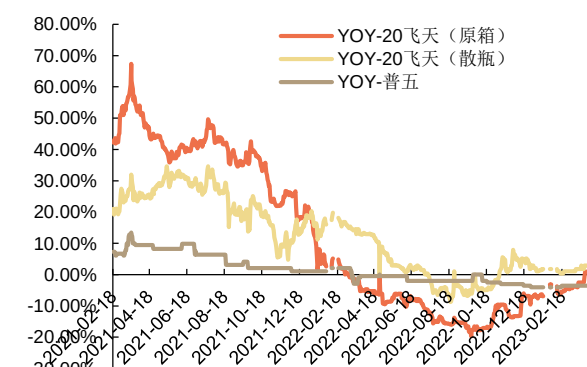
茅台批价整体企稳，五粮液微降。20飞天原箱价3080元，同比上升0.98%，散瓶飞天价2880元，同比上升2.86%。普五批价945元，同比下降3.57%。周度来看，飞天和普五的均价较前一周没有明显变化。（数据截止日均为4月7日）

图17：白酒批价情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

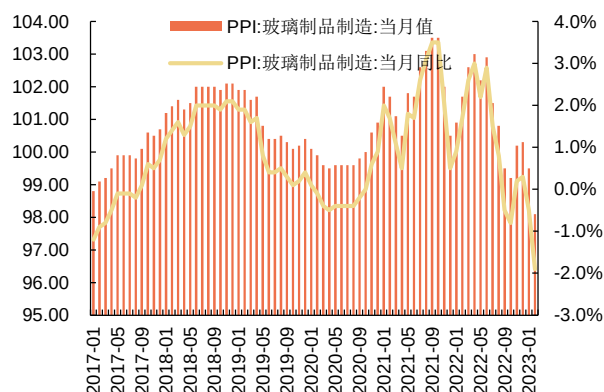
图18：白酒批价同比增速情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

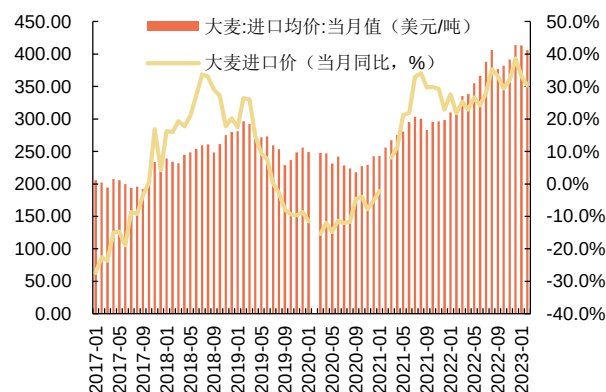
2023年2月，玻璃制造同比减少1.9%；大麦进口均价为406.05美元/吨，同比增长30.3%。（数据截至2023年4月7日）

图19: 玻璃价格情况



资料来源: ifind, 申港证券研究所

图20: 大麦进口价格情况

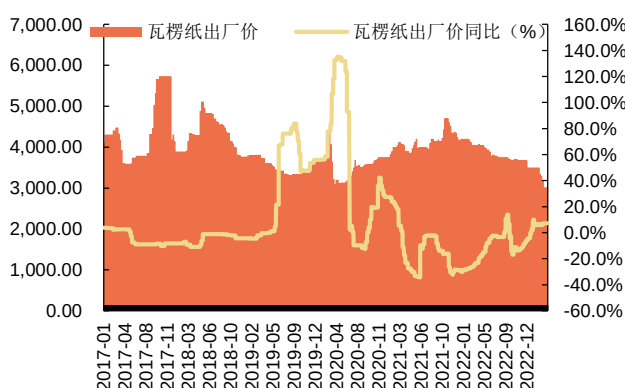


资料来源: ifind, 申港证券研究所

本周瓦楞纸出厂价为 3060 元/吨, 同比降低 24.4%。上周瓦楞纸出厂价为 3010 元/吨 (数据截至 2023 年 4 月 7 日)

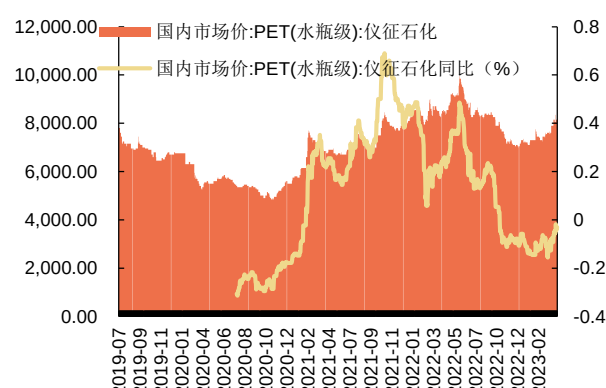
本周 PET (水瓶级): 仪征石化国内市场价为 8150.00 元/吨, 4 月 7 日当日同比下降 2.98%。自 2022 年 10 月中旬, 国内市场价同比减小。(数据截至 2023 年 4 月 7 日)

图21: 瓦楞纸价格



资料来源: ifind, 申港证券研究所

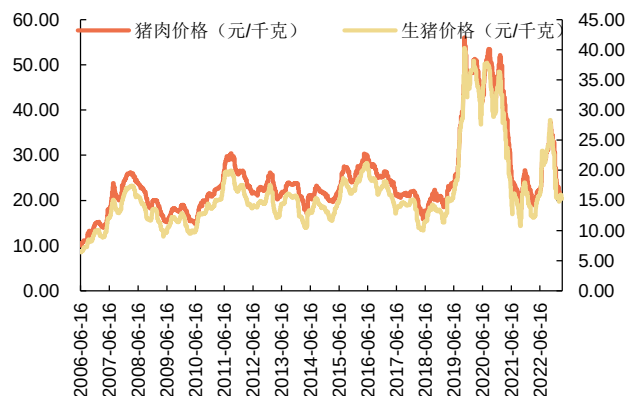
图22: 国内市场价: PET (水瓶级): 仪征石化



资料来源: ifind, 申港证券研究所

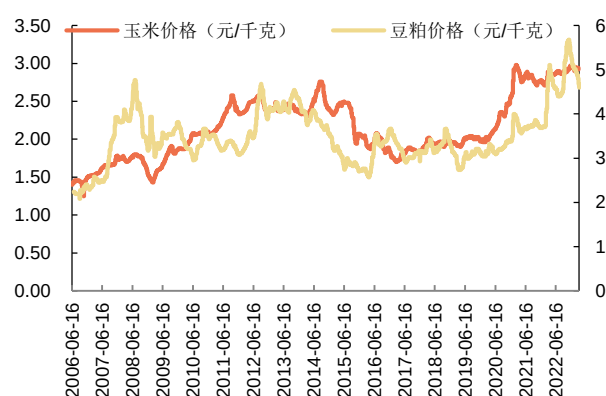
数据截至 2023 年 3 月 24 日, 猪肉价格为 21.38 元/千克, 同比增长 9.98%; 生猪价格 15.26 元/千克, 同比增长 25.8%; 玉米价格为 2.90 元/千克, 同比增长 1.75%; 豆粕价格为 4.59 元/千克, 同比下降 5.17%。

图23：生猪及猪肉价格



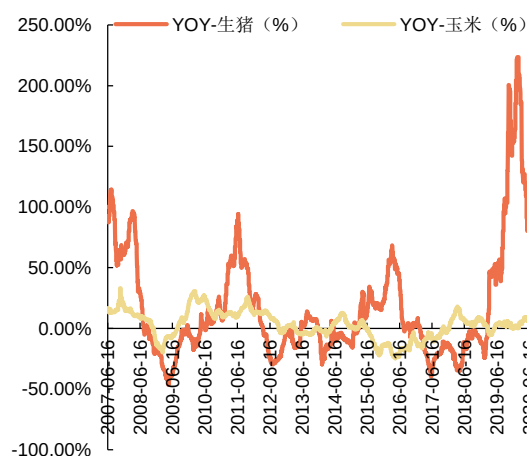
资料来源：Iifind，申港证券研究所

图24：玉米及豆粕价格



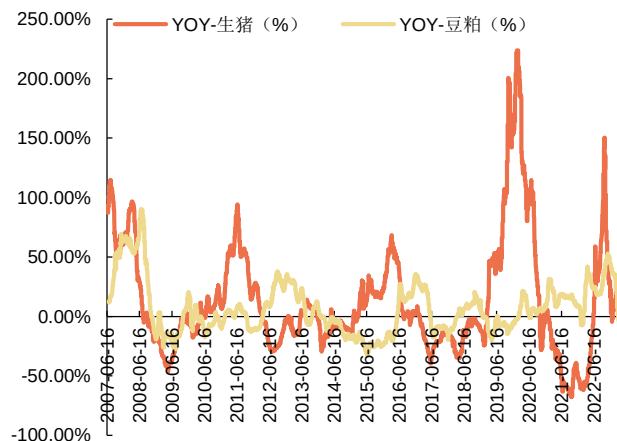
资料来源：Iifind，申港证券研究所

图25：生猪与玉米价格增长率对比



资料来源：Iifind，申港证券研究所

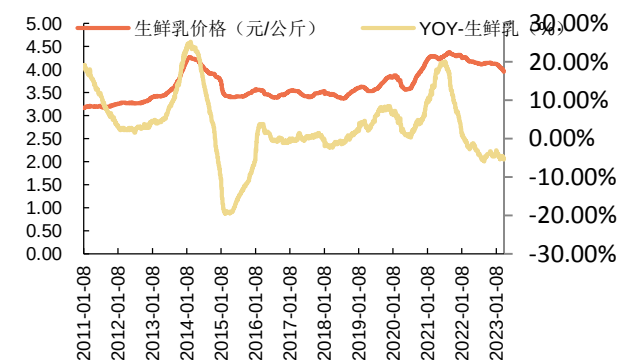
图26：生猪与豆粕价格增长率对比



资料来源：Iifind，申港证券研究所

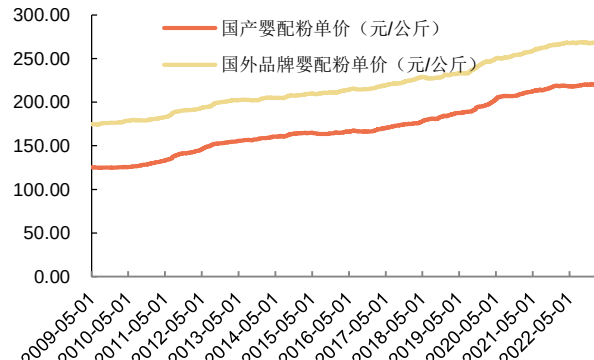
生鲜乳价格持续走低，截至2023年3月31日，生鲜乳价格为3.95元/公斤，同比下降5.50%；国产婴配粉单价为220.92元/公斤，国外品牌婴配粉单价为268.13元/公斤。

图27：生鲜乳价格情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

图28：婴配粉价格情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

3. 板块估值

截至最近1个交易日，食品饮料行业PE-TTM约35.05倍，以近3年为统计区间，估值处在51.32%分位数。当前行业内烘焙食品、零食、软饮料等子行业估值的分位数较高，乳品、预加工食品、白酒的分位数较低。

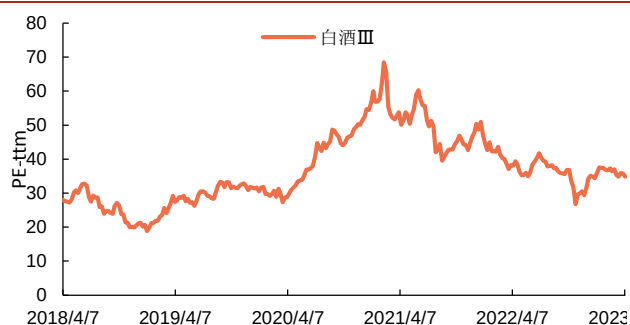
表2：食品饮料各版块估值情况

代码	行业名称	PE-TTM	PE分位数(%)
851282.SL	烘焙食品(申万)	39.17	88.08
851281.SL	零食(申万)	39.12	83.14
851271.SL	软饮料(申万)	34.30	77.55
851233.SL	其他酒类(申万)	76.16	77.38
851247.SL	保健品(申万)	28.92	63.73
851241.SL	肉制品(申万)	17.19	61.92
851242.SL	调味发酵品III(申万)	48.67	54.52
801120.SL	食品饮料(申万)	35.05	51.32
851232.SL	啤酒(申万)	48.46	50.58
851251.SL	白酒III(申万)	34.28	48.19
851246.SL	预加工食品(申万)	38.40	17.11
851243.SL	乳品(申万)	26.26	14.97

资料来源：ifind，申港证券研究所

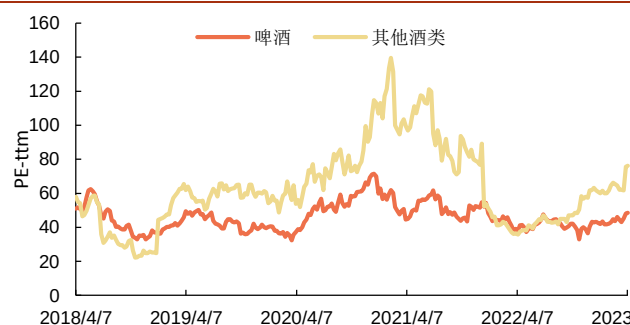
注：统计PE-TTM时已剔除利润为负的成分股。其他食品板块暂无成分股。

图29：白酒估值情况



资料来源：ifind，申港证券研究所

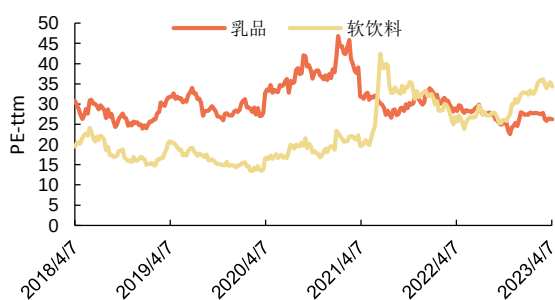
图30：非白酒估值情况



资料来源：ifind，申港证券研究所

注：其他酒类在21年12月-22年1月PE大幅下滑，主要因为成分股百润股份的权重由67%下调至45%。

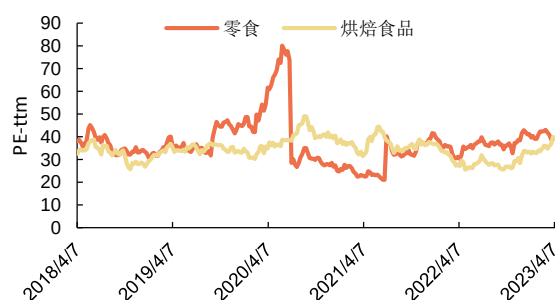
图31：饮料乳品估值情况



资料来源：ifind，申港证券研究所

注：21年5-6月软饮料PE大幅增长，主要因为成分股东鹏饮料21Q1归母净利润大增123%，同时，东鹏在该指数权重由6月4日的10%提高至6月18日的20%。

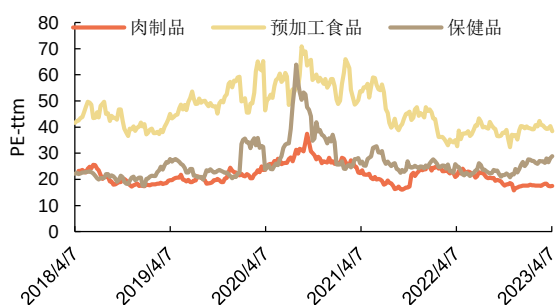
图32：休闲食品估值情况



资料来源：ifind，申港证券研究所

注：零食PE在20年6-7月大幅下滑，主要因为成分股洽洽食品权重由44.6%下调至39.4%；零食PE在21年6-7月大幅提升，主要因为成分股盐津铺子权重由21.56%下调至15.26%。

图33：食品加工工业估值情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

注：保健品PE在20年7月-8月大幅提升，主要因为成分股汤臣倍健权重由61.51%下调至47.80%；盐津铺子权重由22.71%上调至37.89%

图34：调味发酵品估值情况



资料来源：Iifind，申港证券研究所

4. 行业动态

海欣食品：拟收购东鸥食品股权 51%股权并增资

4月3日，海欣食品发布公告称，公司拟受让主营鲍鱼及预制菜加工、销售的福建东鸥食品有限公司51%股权，受让价格合计不超过1326万元。受让完成后，公司将与绿怡海洋同比例对东鸥食品增资2000万元，其中公司认缴出资1020万元。本次交易基于公司新发展战略重点，即全品类、全渠道拓展高端海洋水产预制菜，且鲍鱼产业具有广阔的发展空间。

蒙牛乳业：授出 662.62 万股限制性股票

蒙牛乳业发布公告，3月31日，公司批准根据限制性股票奖励计划授出限制性股票，据此批准向获选对象授出662.62万股限制性股票，相当于公司于采纳日已发行股本的约0.19%（经红股发行调整后）。获选对象均为集团雇员，旨在激励他们为集团未来的持续竞争力及增长努力，加强雇员为集团长期服务的承担。

百事：投资 8000 万美元新建山东基地

3月30日，百事公司宣布投资8000万美元在山东临沂市临沭县新建“百事食品山东生产基地”，以满足北方地区不断增长的消费需求，这是公司在国内设立的第9家食品工厂，是公司将生产基地与土豆农场同城、定位于“净零排放”的“第一例”，将推动临沭土豆产业实现由“田间”到“工厂”的巨大跨越。

澳优：今年将聚焦羊奶粉和高端牛奶粉业务

3月30日，澳优发布2022年业绩公告，实现营收约77.96亿元，同比下滑9.1%，经调整后归属于母公司权益持有人应占利润约4.72亿元，同比减少39.8%。由于更严格控制分销渠道的整体库存水平，牛奶粉的表现及销售收入同比减少28.6%。而旗下羊奶粉品牌佳贝艾特在国内市场下半年销售已恢复至双位数增长。2023年将聚焦羊奶粉和高端牛奶粉业务，全力打造“澳优健康科学”板块。

汾酒：91 亿技改项目开工

3 月 30 日，汾酒 2030 技改原酒产储能扩建项目（一期）启动仪式在汾阳市杏花村经济技术开发区举行。副省长赵红严参加启动仪式并宣布项目启动。汾酒 2030 技改原酒产储能扩建项目（一期）是杏花村经济技术开发区重点项目之一，是“杏花村汾酒”专业镇建设的重要载体，更是杏花村汾酒厂股份有限公司进一步扩大生产、释放产能、增加储能的重大举措。项目占地约 1932 亩，总投资约 91 亿元，建设周期 3 年。

呷哺呷哺：2022 年度业绩下滑，多家门店关闭

据公司 3 月 28 日发布的 2022 年业绩公布公告显示，呷哺集团在 2022 年实现收入 47.25 亿元，同比下降 23.1%；归属于母公司的净亏损为 3.53 亿元，亏损同比扩大 20.4%；其中，集团旗下两大核心火锅品牌呷哺呷哺、凑凑业务收入分别同比下降 35.1%、6.3%；此外，根据报告显示，集团在 2022 年关闭了 81 家呷哺呷哺餐厅，3 家凑凑餐厅，对此集团解释称关闭原因是这些餐厅大多数都处于亏损状态，且多数不符合集团推广的“高性价比”经营模式，难以反映品牌形象。

莲花健康：拟高溢价收购自嗨锅母公司

据公司 3 月 28 日发布的公告，莲花健康称拟收购杭州金羚羊企业管理咨询有限公司不低于 20% 的股权，并在 3 月 25 日与杭州金羚羊间接控股股东、实际控制人蔡红亮，杭州金羚羊股东 Panda International Investment Management Limited 签署了《投资意向书》。根据莲花健康公告显示，杭州金羚羊 20% 的股权对应净资产为 0.28 元亿元，而莲花健康拟以 3 亿元-6 亿元的高溢价收购，因而收到了交易所问询函，对此莲花健康回应交易仍处于协议草签阶段，后续交易是否实施存在较大不确定性。

三全食品：受到政府补助 5246.68 万元

据三全食品 4 月 6 日发布的公告显示，公司 1 月-3 月共受到政府补助 5246.68 万元，涉及增值税退税、高质量发展专项资金等。公司表示本次收到的政府补助预计增加上市公司利润总额 5246.68 万元。

美素佳儿：母公司换帅

近日，据多家媒体报道，美素佳儿母公司菲仕兰即将迎来新一任 CEO，接替即将离职的司马翰。近年来随着国产奶粉品牌的崛起，美素佳儿在中国市场面临着日益严峻的竞争情况，对此菲仕兰最终决定通过剥离低端产品，推出高端产品等方式巩固美素佳儿在中国高端市场的地位，而这也正是菲仕兰即将新上任的 CEO 所要面临的巨大挑战。

天味食品：高管邓文减持公司股份共计 323 万股

根据 4 月 7 日市场公开信息、上市公司公告及交易所披露数据整理，天味食品（603317）最新董监高及相关人员股份变动情况：2023 年 4 月 7 日公司董事长、总经理邓文共减持公司股份 323.0 万股，占公司总股本为 0.4232%。

劲仔食品：公布 2023 年限制性股票激励计划

劲仔食品公布 2023 年限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量为 371 万股，占公司股本总额的 0.8224%。其中，首次授予 333 万股，占授予总额的 89.7574%，占公司股本总额的 0.7382%；预留 38 万股，占授予总额的 10.2426%，占公司股本总额的 0.0842%。

香颂国际：宣布完成首次公开发行

香颂国际控股公司，一家在中国和美国通过连锁店供应销售烘焙产品、时令产品和饮料产品的公司，于 4 月 3 日宣布已完成其首次公开发行，以每股 4.00 美元价格发行 3,390,000 股 A 类普通股。香颂 A 类普通股已于美国东部时间 2023 年 3 月 30 日在纳斯达克开始公开交易，股票代码为"CHSN"。

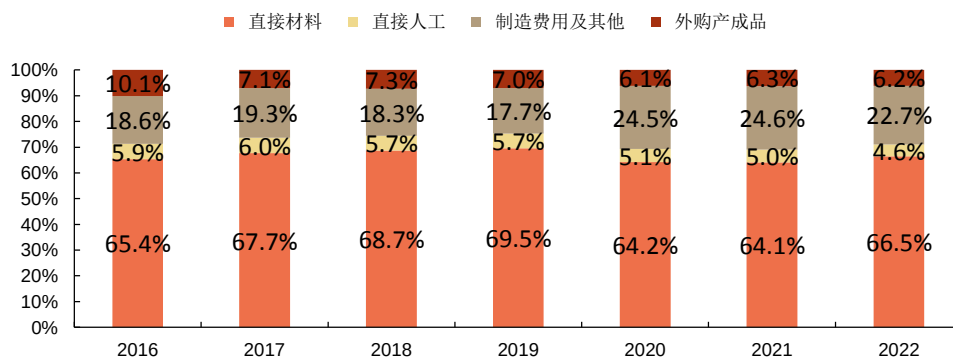
5. 每周一谈：定量测算成本回落对啤酒行业的利润贡献

5 次推荐啤酒行业，3 大理由重点关注。23 年以来，我们在周报中 5 次推荐关注啤酒行业¹，并在上一周周报强调当前时点布局啤酒行业的 3 大理由：**理由 1** 是收入端 23Q2 啤酒行业表现可期，主要源于低基数效应、管控放开背景下的啤酒行业量价齐升的判断。**理由 2** 是原材料价格回落，利好啤酒行业利润率的改善。**理由 3** 是啤酒行业即将迎来销售旺季，从历史经验来看，在 Q2 初期布局啤酒行业，常能取得较好的收益。年初以来，申万啤酒行业指数涨幅 10.4%，为食品饮料行业内涨幅第一的子版块（见本文图 6），验证了我们的判断。本次我们将着重对理由 2 中，原材料价格的回落及其对啤酒行业的影响做定量分析。

啤酒成本的核心变量：包材与大麦芽

以青岛啤酒为例，近年来“直接材料”科目构成了公司六成以上的成本，是最主要的成本来源。22 年青啤直接材料在成本中的占比约为 66.5%，我们推算吨酒消耗直接材料约 1651 元，同比+8.71%，不仅占比最高且仍有较快的增长。因此，对啤酒行业成本影响最关键的变量在直接材料。

图35：材料成本是青啤主要成本项



资料来源：公司历年年报，申港证券研究所

¹ 分别为 1 月 15 日、2 月 11 日、3 月 5 日、3 月 19 日以及 4 月 1 日的周报每周一谈推荐，详见上述期间周报内容。

在直接材料中，包材与大麦是两大关键因素。我们判断啤酒行业的包材/大麦分别构成了其成本的约 5 成/1 成，为两大最核心的成本变量。

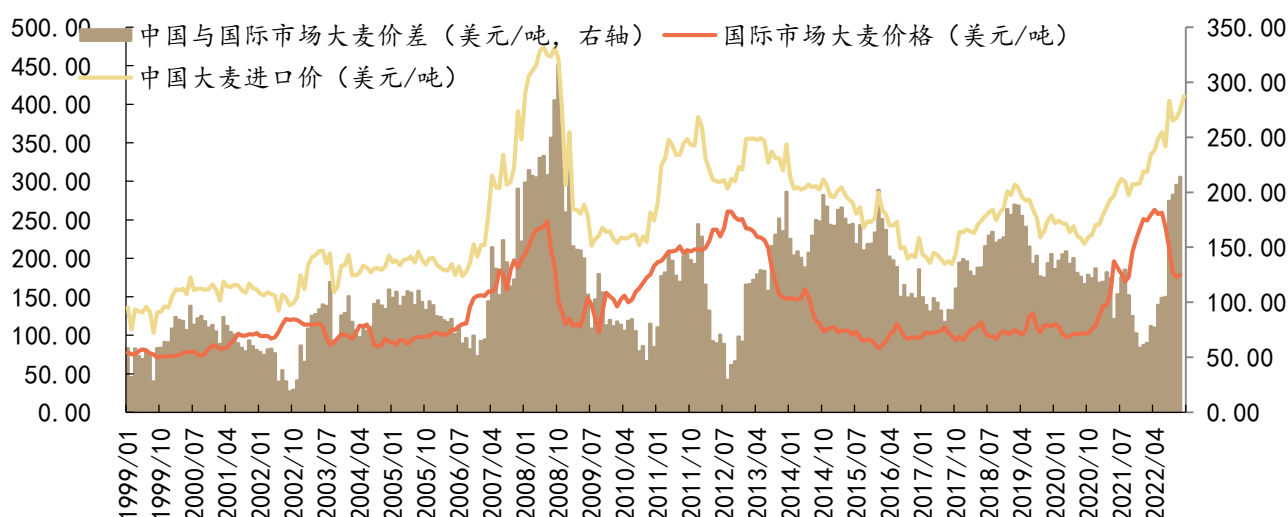
受益于大麦跌价，啤酒成本或微降 0.24%。

啤酒行业在 22 年年底基本已经对 23 年全年的大麦麦芽价格做了锁价，全行业平均增长 15-20%。那么大麦价格是否会异常增长，导致麦芽市场价格突变，合同价格失效呢？我们判断该事件的可能性很低。

1.22 年大麦价格处于历史性高位，23 年高基数效应下预计同比回落。全球大麦价格在 21、22 两年显著走高，推动中国大麦进口价格随之增长，且叠加中美两国央行流动性差异，中国/全球大麦价格的价差迅速走阔，达到阶段性高点。22 年的大麦价格处在高位主要是由于俄乌冲突、法国大旱等原因。23 年如无其他黑天鹅事件冲击，则大麦价格预计将有所回落。

2.全球大麦价格已经开始回落，中国进口价虽滞后，但已经有所显现。全球大麦价格在 22H2 已经较上半年明显回落，中国大麦进口价预计将随全球价格回落。

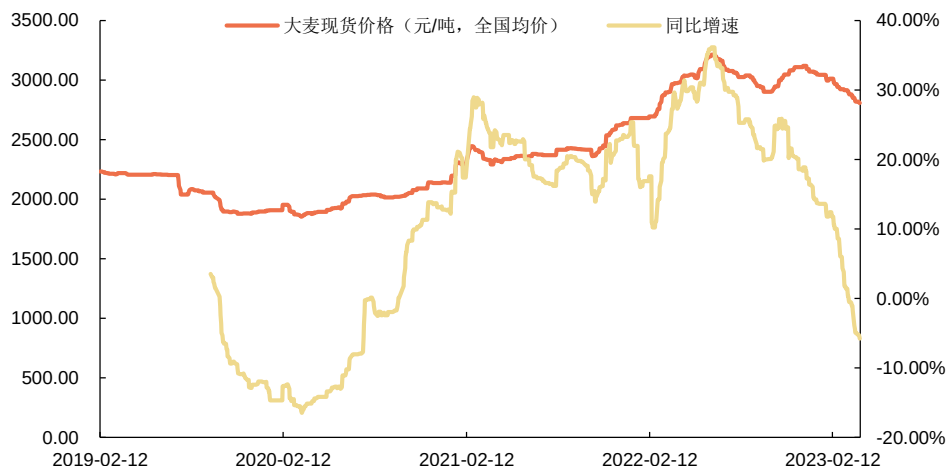
图36：大麦价格处于高位即将回落



资料来源：Wind，海关总署，国际货币基金组织，申港证券研究所

3.大麦现货高频数据验证，进口价格回落几成定局。截至4月5日，国内大麦现货价格 2817.50 元/吨，较此前高点回落，价格已经触及 22 年 3 月水平。当日吨价同比-5.21%，增速自 22 年 11 月以来显著放缓，目前吨价增速已创下 20 年 7 月以来新低。从更高频的数据跟踪来判断，中国 3、4 月大麦进口价格进一步回落几乎已成定局，对全年的啤麦成本展望也有理由更加乐观一些。

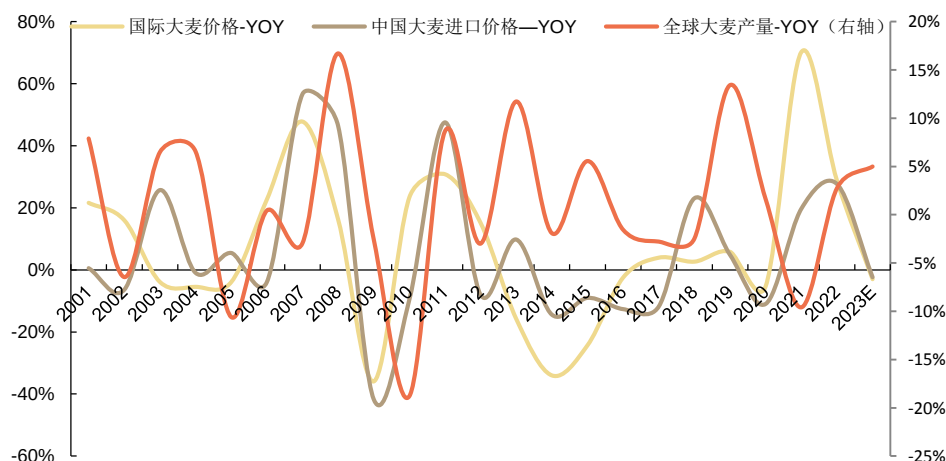
图37：大麦现货价格已经显著回落



资料来源：汇易网，ifind，申港证券研究所

那么，对全年的大麦成本我们应如何定量判断，其对啤酒利润贡献又如何？我们预测 23 年全球大麦产量同比+5%，全球大麦价格-3%，中国大麦进口价回落 2.4%。据此，我们判断：因为大麦价格小幅回落，啤酒成本不会有上行压力，乐观假设下，受益于此啤酒行业成本或降低 0.24% 左右²。

图38：大麦产量和价格的历史变化趋势及预测



资料来源：ifind，申港证券研究所

包材：主要权重项悉数回落，利好成本下行。

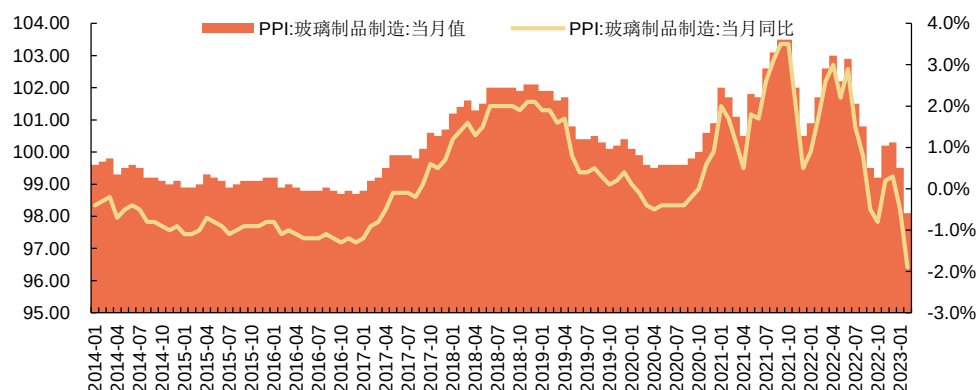
我们估计啤酒行业的包材成本约占总成本的 5 成，其中，玻璃瓶和铝罐预计各占 2 成或略高于 2 成，瓦楞纸预计占比不足 1 成。

玻璃瓶：预计帮助啤酒行业降低成本约 1.4%。玻璃瓶的价格主要跟随玻璃价格走势。由于玻璃产品同质化较为严重，尤其是普通玻璃工艺成熟，壁垒偏低，因此其价格主要受下游需求影响。由于普通玻璃的下游主要为建筑建材、家具家电等地产后周期产业链，当前并没有处在景气周期，玻璃行业的需求仍然受到一定的抑制。参考玻璃制品制造业 PPI 水平，我们预估全年玻璃瓶价格或有中高个位数的回落，对应将利于啤酒行业成本降低 1.4% 左右（玻璃瓶成本回落（7%）*玻璃瓶在成本的权

² 由大麦成本权重（10%）*大麦价格回落幅度（2.4%）推算得出。

重（20%）=1.4%）。

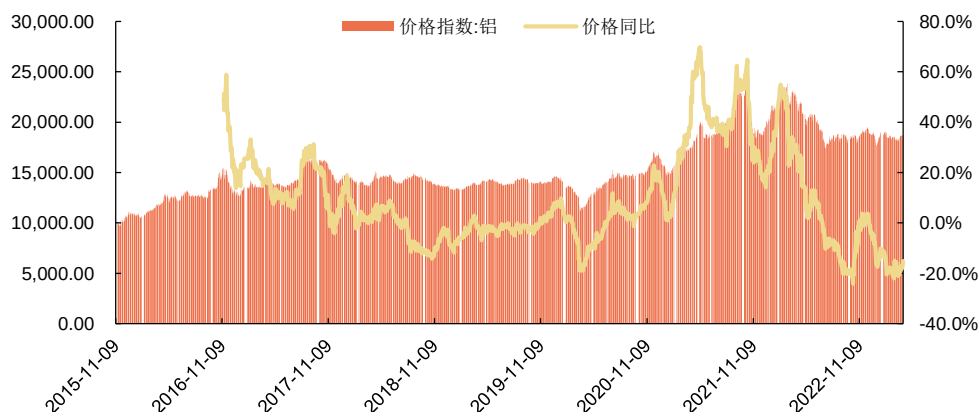
图39：国内玻璃价格同比回落



资料来源：ifind，申港证券研究所

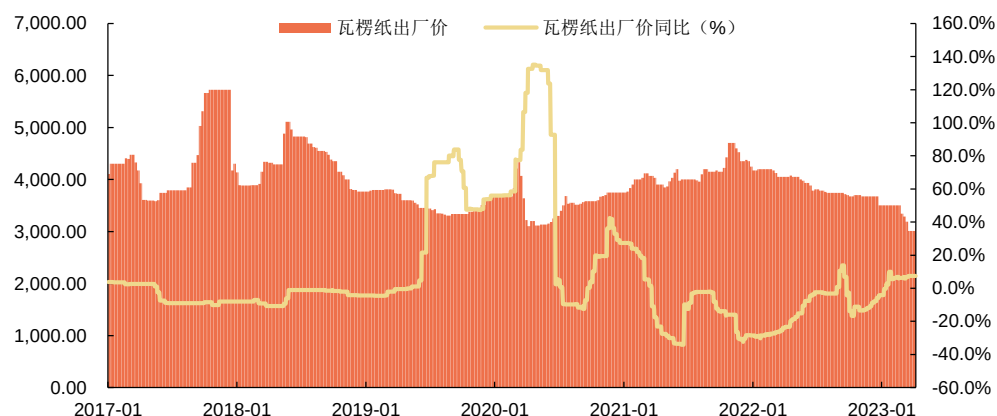
铝罐：预计帮助啤酒行业成本降低1.8%左右。从铝价格指数来看，20年起铝价开始明显抬升，对应啤酒行业包材成本上行，在22H1达到顶峰，并在22年中开始回落，至最新统计日（4月7日）铝价同比-15.2%，虽仍在高位，但同比已有显著回调。铝的价格受上游电解铝产业供给波动影响较大，因其属于高污染行业，受到政策制约。因此，尽管当前铝价已经出现明显回调，但在展望23全年时，我们仍持有相对谨慎的预期，预测全年铝价同比仅高个位数回调。据此，预测啤酒行业成本受益于此，回落1.8%（铝价回落（9%）*铝罐成本权重（20%）=1.8%）。

图40：国内铝价格显著回调



资料来源：ifind，申港证券研究所

瓦楞纸：预计拉升啤酒行业成本约0.15%。22年以来，瓦楞纸价格整体上有所回调，但23年开年以来同比尚有微增。我们预测瓦楞纸价格在23年中低个位数增长，对应拉高啤酒行业成本0.15%，影响较小。（瓦楞纸价格涨幅预测（3%）*瓦楞纸成本权重（5%）=0.15%）

图41：国内瓦楞纸价格同比微增


资料来源：ifind，申港证券研究所

综上，我们推算：包材及原材料（大麦、玻瓶、铝罐、瓦楞纸）的价格变化将导致 23 年啤酒行业综合成本-3.3%左右，以行业平均毛利率 40%计算，23 年受益于此，行业毛利率将提升 1.96pct。

表3：行业毛利率变化推算过程

项目	变化率	项目	结果
大麦	-0.24%	变化后成本	99.76%
玻瓶	-1.40%	变化后成本	98.36%
铝罐	-1.80%	变化后成本	96.59%
瓦楞纸	0.15%	变化后成本	96.74%
综合成本变化			-3.3%
行业平均毛利率			40%
行业平均成本率			60%
行业平均成本率（23 年，推算）			58.04%
成本变化（pct）			-1.96%

资料来源：ifind，申港证券研究所

6. 风险提示

食品质量及食品安全风险、市场竞争加剧、原材料价格变动等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上